

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 20051300883

UDC _____

厦门大学

硕士学位论文

小股东法律保护与股票市场发展: 基于关联交易规制的实证分析

Legal protection of minority shareholders and stock market development:
empirical analyses based on self-dealing control

作者姓名: 项蔓菁

指导教师姓名: 陈国进 教授

专业名称: 金融学

论文提交日期: 3

论文答辩时间: 5

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2008 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

中文摘要

国内外大量的理论实证文献表明,运行良好的金融体系有助于一国经济的长期增长,那么金融发展的根源又是什么呢?20世纪90年代兴起的法与金融理论认为,各国金融发展差异的根源在于各国法律制度安排的不同。

本文通过借鉴法与金融领域的前沿研究成果,从关联交易规制的角度,实证分析了我国小股东法律保护对股票市场发展的影响。

本文首先介绍了法与金融领域的重要研究成果,剖析了法律环境对金融发展的重要作用。法律起源通过影响投资者法律保护水平,进而影响各国的金融发展水平。其次,本文着重阐述了中国小股东法律保护与股票市场发展的理论及其国际比较。利用逆向选择理论,得出关联交易的法律规制是小股东法律保护加强的重要体现。最后,本文依据1997-2006年颁布的规制关联交易的法律法规条文,提出了一套衡量我国小股东法律保护的量化指标,并用该指标实证检验了我国小股东法律保护程度与股票市场发展之间的长期关系。

实证结果表明,小股东法律保护程度是股票市场规模、上市公司股权集中度和控制权私人收益的良好预测指标。随着法律对关联交易规制的逐步完善,控股股东通过关联交易对小股东的侵权会逐步减少、上市公司的股权集中度会趋于分散、控制权的私人收益也会随之下降。同时,随着小股东法律保护的加强,股票市场的规模和流动性也随之扩大。本文的实证结论验证并补充了LLSV法与金融的观点,并为我国法律制度建设、司法改革提供了有益的借鉴。

关键词: 法与金融; 小股东法律保护; 股票市场发展

Abstract

Both academic and practical researches show that financial systems do exert a casual impact on long-run economic growth. However, which facts determine the financial development? Law and finance theory, which developed in 1990s, have argued that cross-country differences in legal environment play a key role in determining cross-country differences in financial development.

This paper absorbs the previous research outcomes in law and finance field. We study the empirical relationship between legal environment and financial development in China.

First, we introduce the important research outcomes in law and finance study and show the effect of legal environment on financial development. Legal families affect the level of investor protection which in turn is linked to the cross-country differences in financial development. Second, we present a measure of legal protection of minority shareholders against expropriation by corporate insiders: the anti-self-dealing index. The index is calculated based on legal rules covering self-dealings from 1997 to 2006. We study the long-run relationship between legal protection of minority shareholders and development of stock market.

The data indicate that legal protection of minority shareholders predicts a variety of stock market outcomes. An effective strategy of regulating large self-dealing transactions benefits stock market development. The results are consistent with the law and finance theory, and present some suggestions on the Chinese legal system reform.

Keywords: law and finance; legal protection of minority shareholders; stock market development

目 录

导论	1
一、选题背景和问题的提出	1
二、研究设计和主要内容	2
三、主要结论和创新之处	3
第一章 法与金融理论的概述	4
第一节 法律起源与投资者法律保护的差异	4
1.1.1 法律起源的分类	4
1.1.2 法律起源与小股东法律保护的差异	5
1.1.3 法律起源与债权人法律保护的差异	10
1.1.4 法律起源与法律执行效率的差异	14
第二节 法律起源影响金融发展的途径	16
1.2.1 政治机制和适应机制假说的提出	16
1.2.2 两种机制的实证比较	18
第二章 中国小股东法律保护与股票市场发展的理论及国际比较	20
第一节 小股东法律保护与股票市场发展的理论	20
2.1.1 小股东法律保护的体现：关联交易的法律规制	20
2.1.2 非公允关联交易削弱股票市场发展的理论分析	21
第二节 我国小股东法律保护的现状与国际比较	22
2.2.1 小股东法律保护水平的国际比较	22
2.2.2 我国小股东法律保护水平的现状	26
第三章 我国小股东法律保护与股票市场发展的实证分析	29
第一节 研究设计	29
3.1.1 小股东法律保护指标的设定	29

3.1.2 股票市场发展指标的设定	32
3.1.3 样本数据和回归模型	35
第二节 实证检验结果与讨论	37
3.2.1 描述性统计分析	37
3.2.2 小股东法律保护与股票市场发展长期关系存在性的检验	38
3.2.3 回归结果的分析	39
第四章 结论与启示	42
第一节 结论与政策建议	42
第二节 不足与后续研究	43
参考文献	44
附录	46
致 谢	49

Contents

Introduction	1
Chapter 1 Legal environment and financial development:overview....	4
1.1 Legal families and cross-country differences on investor protection	4
1.2 Legal families and financial development.....	16
Chapter 2 Thoery on legal protection of minority shareholders	20
2.1 Thoery on legal protection of minority shareholders and stock market development.....	20
2.2 The status of legal protection of minority shareholders	22
Chapter 3 Legal environment and stock market in China	29
3.1 Research design	29
3.1.1 Legal protection of minority shareholders index	29
3.1.2 The index of stock market development	32
3.1.3 The data and model	35
3.2 Empirical results	37
Chapter 4 Conclusion and policy implications.....	42
4.1 conclusion	42
4.2 further research	43
References.....	44
Appendix	46
Ackownledge ment.....	49

导 论

一、选题背景和问题的提出

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, (以下简称LLSV, 1998)考察了49个国家涉及股东和债权人保护的法律起源、法律法规条文和法律执行效率,提出了一套股东和债权人法律保护的量化指标。根据LLSV的分析,不同法系之间,法律对投资者的保护存在显著的差异。其中普通法系国家对其投资者具有最强的法律保护,法国法系国家对其投资者的保护最弱,德国法系和斯堪迪纳维亚法系居于两者之间。同时LLSV发现上市公司股权的集中是对投资者法律保护弱的替代机制,投资者法律保护越强的国家股权越趋于分散。

Ross Levine (1999)根据上述LLSV法与金融的理论,考察了各国法律环境是如何影响金融发展,同时金融发展又是如何与经济增长相联系。Levine利用1960-1989年77个国家的数据,实证检验表明在债权人法律保护优先、合同执行效率高、公司财务信息披露规范的法律环境中,金融中介体系具有较好的发展水平。同时,金融发展的外生决定因素——法律法规环境与经济增长呈正相关关系。

LLSV (2006a)考察了49个国家证券法对投资者的法律保护,实证检验了证券投资者法律保护与证券市场发展的相关关系。他们认为,证券投资者法律保护好的国家,证券法对上市公司招股说明书信息披露以及信息披露责任标准要求较高,因此这些国家的证券市场也较为发达。LLSV (2006b)将研究样本扩大到72个国家,提出了一套抵抗公司内部人侵权的新的小股东法律保护指标——抗自我交易指标 (the anti-self-dealing index)。抗自我交易指标涉及各国法律法规对关联交易(自我交易)信息披露、审批通过以及非公允关联交易法律诉讼的规制,用关联交易的法律规制水平来衡量各国对小股东的法律保护程度。根据LLSV的分析,不同法系之间,用抗自我交易指标衡量的小股东法律保护程度存在显著的差异,并且该指标是证券市场发展的良好预测指标。

沈艺峰(2004, 2005, 2006)考察了不同历史阶段中小投资者法律保护的历史实践,提出了一套中小投资者法律保护的量化指标,并检验了中小投资者法律

保护与首次公开发行（IPOs）初始收益率、公司权益资本成本、公司上市后长期业绩表现的相关关系。这一系列论文认为，随着投资者法律保护的改善，IPO的初始收益率、上市公司股权再融资的权益资本成本会逐步下降，公司上市后长期业绩表现不佳的“异象”会有所缓解，这些结论都从不同角度支持了LLSV法与金融的理论。栾天虹，史晋川（2003）认为投资者法律保护对合理所有权结构的形成和证券市场的发展具有重要的意义，如果投资者法律保护较弱，公司的所有权结构较为集中，控制的私人利益较为可观。

LLSV的一系列论文只是横向比较了各国法律法规环境与金融发展的相关关系，但是一国法律法规环境本身存在着由弱到强的发展过程，我国法律体系从法源上属于德国大陆法系，那么在法律法规逐步完善的情况下，我国法律法规环境对金融发展有没有起作用呢？

目前，国内法与金融的文献也只是间接衡量了法律环境与证券市场的关系，并没有从实证上直接检验法律环境与证券市场发展之间的相互关系。因此，本文试图从小股东法律保护与股票市场发展的角度来直接实证检验法律环境对证券市场发展的作用。

二、研究设计和主要内容

本文的研究正是围绕着上述法律环境与金融发展的核心问题而展开的。首先介绍了LLSV的法与金融理论，剖析了法律起源如何通过影响投资者法律保护水平，进而影响各国的金融发展水平。其次，本文着重阐述了中国小股东法律保护水平与股票市场发展的理论与国际比较。最后，本文参照LLSV(2006)小股东法律保护——抗自我交易指标的设计，对照我国规制关联交易法律法规的实践过程，提出了一套衡量我国小股东法律保护的量化指标，并利用该指标验证了小股东法律保护与股票市场发展的相关关系。

基于上述研究思路，全文总共分为四章，论文结构和主要内容如下：

第一章为LLSV法与金融理论的概述。LLSV认为法律起源通过影响投资者法律保护水平，进而影响各国的金融发展水平。本章按照法律起源——投资者法律保护——金融发展的逻辑，首先介绍了四大法源——英美法系、德国法系、法国法系、北欧（斯堪的纳维亚）法系的演变，进而分析了法源对各国投资者法律保护

差异（包括股东法律保护、债权人法律保护、法律执行效率）的影响。

第二章为中国小股东法律保护水平与股票市场发展的理论及其国际比较。本章首先利用逆向选择理论分析了关联交易对小股东利益的侵害，为下一章从关联交易规制角度出发实证检验小股东法律保护与股票市场发展奠定了理论基础。其次，本章通过对小股东法律保护的国际比较，得出我国小股东法律保护水平的现状。

第三章为我国小股东法律保护水平与股票市场发展的实证分析。本章首先构造了一套衡量我国投资者法律保护水平的量化指标——小股东法律保护指标，该指标参照我国规制关联交易法律法规的实践过程，是我国小股东法律保护环境改善的重要体现。其次，本章并利用该指标实证检验了我国小股东法律保护与股票市场发展的相关关系。

第四章为本文的结论与启示部分。本章在前几章的理论与实证基础之上，得出了小股东法律保护与股票市场发展的结论，为我国金融法治建设和金融改革提供了一些重要的启示。最后提出了本文的不足和后续相关研究。

三、主要结论和创新之处

本文通过构造小股东法律保护指标，运用自回归分布滞后模型（ARDL），检验了小股东法律保护与（1）股票市场规模、（2）股票流动性、（3）股权集中度，以及（4）控制权私人利益之间的关系。分析表明，小股东法律保护与（1）和（2）呈正相关关系，与（3）和（4）呈负相关关系。分析表明证券市场法律法规的完善促进了上市公司股权结构的合理化和证券市场的发展，支持了LLSV法与金融的理论。

本文的创新和贡献之处在于：

1. 系统全面总结了从1997年—2006年我国规制关联交易的法律法规条文，并在此基础上构造了一套衡量我国小股东法律保护的量化指标。
2. 用我国股票市场发展的数据直接实证了小股东法律保护与股票市场发展的关系，用中国的数据支持了LLSV法与金融的结论。
3. 在时间序列分析上，本文采用了自回归分布滞后模型（ARDL），提供了一种新的检验变量之间长期关系的协整分析方法。

第一章 法与金融理论的概述

法与金融理论认为，各国金融发展差异的根源在于各国法律制度安排的不同。目前各国法律体系从法源上分为英美法系、德国法系、法国法系和北欧（斯堪的纳维亚法系）。法律起源通过影响投资者法律保护水平，进而影响各国的金融发展水平，为本文实证检验小股东法律保护与股票市场发展奠定了坚实的理论基础。

第一节 法律起源与投资者法律保护的差异

1.1.1 法律起源的分类

LLSV (1998) 实证考察了49个国家投资者保护立法、执法效率与法律起源的关系，并分析了这些差异对公司所有权结构和金融发展的影响。他们收集了各国涉及投资者法律保护和法律执行质量的数据，发现各国法律环境存在巨大的差异，而且法律起源对这些差异起着重要决定作用。

Watson (1974) 指出任何国家的法律都不是随意纂写的，而是从少数的法源或法律传统移植过来的。一般来说，各国的商法大致有两大来源：普通法系和民法法系，前者起源于英国，后者从罗马法中演化而来。民法传统又分化为三大家族：法国法系、德国法系和北欧（斯堪的纳维亚）法系。法国法系、德国法系和普通法系通过一系列征服、殖民化以及移植在全世界传播开来。

LLSV实证发现普通法系国家的投资者保护水平明显高于民法法系的国家。英美法系国家具有最高的投资者法律保护，法国法系最弱，德国法系和北欧法系居于两者之间。同时，LLSV发现股权集中是对弱投资者法律保护的替代机制。

法学家们认为世界上各个主要的法律体系形成于欧洲，民法法系即罗马-日耳曼法系是最古老、影响最大的法律体系。民法起源于罗马法典，利用法规和综合性法条作为基本的法治工具，因此依赖于法官、法学者编制完整的法条法规 (Merryman 1969)。

公元3世纪以后，罗马帝国开始走向衰落，公元395年，罗马帝国分裂成了东

西两个帝国。为了重振昔日罗马帝国的雄风，统治者开始对罗马法进行全面整顿和系统编撰。公元六世纪东罗马帝国国王查士丁尼一世对罗马法进行了重大的修改：第一，尽管罗马法让法律凌驾于所有个人之上，但修改后的查士丁尼法典让皇帝凌驾于法律之上；第二，试图通过取消法官的法律制定权来打破罗马法的立法传统。查士丁尼法典对欧洲大陆法律体系的形成和发展产生了重要影响。在接下来几个世纪，查士丁尼法典被翻译并应用解决整个欧洲的法律纠纷，最终欧洲各国在查士丁尼法典的基础上形成了各自的法典：法国法系、德国法系和北欧法系。

法国民法典是1904年在拿破仑的领导下编纂的，拿破仑本人将法典的传播比军事征服本身看得更为重要，他将法典传播到所有被征服的疆土，包括意大利、波兰、哈布斯堡帝国。通过后来的殖民化统治，法国将其法律影响又波及到近东、非洲北部和撒哈拉附属区、印度支那、大洋洲、法属圭亚那、法属加勒比群岛。法国的民法典还对葡萄牙和西班牙的法律体系产生了重大的影响，这使得法国法律传统波及到中南美洲。

1871年俾斯麦实现了对德国的统一，并在1896年完成了德国民法典的编纂。德国民法典对澳大利亚、瑞士、中国、捷克斯洛伐克、希腊、匈牙利、意大利、南斯拉夫、日本、朝鲜和韩国产生了重大影响。

北欧（斯堪地纳维亚）各国在17、18世纪形成了各自的民法典。北欧法系中罗马法的成分不及法国和德国法系多，但是法学家们还是把北欧法系视为民法法系家族(Zweigert and Kotz 1987)。这些国家法系由于较少受到英美法系、德国法系和法国法系的影响而相对变化较少。因此，北欧法系各国之间的法律十分相似，但是与其他三个法系国家的法律有着很大的区别。

英美法律传统不属于成文法一类，是法官在解决法律纠纷中形成的判例法。通过征服和殖民统治，普通法传播到了个英属殖民地国家，包括美国、加拿大、澳大利亚、印度等国家。

1.1.2 法律起源与小股东法律保护的差异

LLSV (1998) 考察了各国《公司法》和《破产法》中涉及投资者保护的条款，实证检验投资者法律保护对各国公司治理和金融发展差异的影响。由于股东主要

通过投票表决选举董事会成员并决定公司重大事项，学者们通常关注投票表决程序来评价股东法律保护程度。股东法律保护指标——抗董事权指标主要涉及七项内容：1. 一股一票；2. 通信表决权；3. 累计表决权；4. 股东大会时无股票冻结；5. 临时股东大会召集权；6. 优先认股权；7. 小股东保护机制。抗董事权指标衡量了在公司决策过程中法律能够多大程度的保护小股东免受大股东或者管理者的侵权。

1. 一股一票制

一股一票原则的确立，使股东对公司事务控制力的大小，完全取决于其所拥有的股份数额：股东对公司投资越多，拥有的股份越多，所承担的风险越大，对公司事务的发言权就越大。股东大会决议的通过与否，在存在分歧的情况下，取决于大股东的意愿，这体现了建立在股份平等基础上的股东平等原则。现实中存在着多种违背一股一票原则的情况，如无投票权股票，差别投票权股票，一股多票，具有高表决权的发起人股票。

2. 通信表决权

有些国家法律明确规定股东必须本人或者派授权代表参加股东大会的表决。而有些国家允许股东直接邮寄投票到公司，并且允许股东查阅相关信息。在日本，所有公司的股东年会都固定在六月末的某一天举行，并且不允许邮寄投票，这使得股东很难执行他们的表决权。

3. 股东大会时无股票冻结

某些国家的法律规定股东大会前，股东必须将其股票寄存在公司或者金融中介机构。股东大会期间所有股票将被冻结，不允许上市交易，股东大会数天后才能解冻。这项规定能够防止股东在股东大会期间以及前后时间内出售股票。

4. 累计投票权

累积投票制，是指股东大会选举董事或者监事时，每一股份拥有与应选董事或者监事人数相同的表决权，股东拥有的表决权可以集中使用。累计投票制的直接目的，就在于防止大股东利用表决权优势操纵董事、监事的选举，矫正“一股一票”表决制度存在的弊端。按照这种投票制度，股东在选举董事时拥有的表决权总数等于其所持有的股份数与待选董事人数的乘积。投票时，股东可以将其表决权集中投给一个或几个候选人，通过这种局部集中的投票方法，能够使中小股

东选出代表自己利益的董事、监事，避免大股东垄断全部董事、监事的选任，增强小股东在公司治理中的话语权。例如，A股份公司要选举7名公司董事，其中股东B持有公司40%股份，股东C持有公司60%股份，如果没有累计投票的时候，只能是采取直接投票的方法，股东C永远能够把他所推荐的代表推选为董事会成员，而股东B的所选的董事可能一个都通不过，这样对股东B是非常不利的。如果有累计投票权，股东B持有40%的股份选7名董事，他就有相当于280票的投票权，但股东B的策略就是想让4名他最信任的董事当选而放弃对另外3名董事的选举权，他就可以一人投70票；而若股东C虽然总共有420票的投票权，但他若平均分配他的投票权，7个人每人只能获得60票，这样统计下来，股东B所选4名董事每人70票，而股东C所选的7名董事每人都是60票，所以股东B所选的4名董事都可以顺利当选。这样代表股东B利益的董事有4名，代表股东C利益的董事就只有3名，这样就起到了保护小股东的利益。当然在实际操作中大股东也会有其他选举策略，但累计投票权制度起码可以最大程度平衡了大股东和小股东的利益关系。

5. 小股东保护机制

一些国家法律给予小股东反对大股东侵权的机制。这些机制包括对董事会决议的挑战，如股东派生诉讼，或者要求公司回购反对股东的股票。股东派生诉讼是指，当公司的正当权益受到他人侵害，尤其是受到控制股东、董事和管理人员的侵害，而公司拒绝或者怠于行使诉讼权时，股东有权以自己的名义为维护公司利益而对侵害人提起诉讼，追究其法律责任。股东代表诉讼中，股东行使的则是一种公益权，股东基于公司的团体性利益受到侵害且公司拒绝或者怠于行使诉权而代位公司提起诉讼。

6. 优先认股权

当公司增发新股时，现有股东具有优先认购权，以保持其现有的持股比例。

7. 临时股东大会召集权

各国法律都规定了召集临时股东大会的最低持股比例。如果法律要求的比例越高，小股东就越难召集股东大会来维护自身的利益。日本只要求持股比例达到3%就可以召集股东大会，而墨西哥要求达到33%的持股比例。

上述几项股东权利指标中，尤其以第四、五、六和七项为最重要。当然，还有其他种的股东权利，比如，巴西、智利、哥伦比亚、希腊等法国法系国家，要

求上市公司必须把每年的净利润按不低于某个比例(在20%到50%之间)分红给股东。但除法国法系国家外，其他法系国家都没有这种法律要求。

表1.1 世界各国的小股东法律保护值

	一股一票	通信表 决权	累计表 决权	股东大会 时无股票 冻结	小股东 保护机 制	优先认 股权	临时股 东大会 召集权	抗董事 权指标
澳大利亚	0	1	1	0	1	0	0.05	4
加拿大	0	1	1	1	1	0	0.05	5
香港	0	1	1	0	1	1	0.1	5
印度	0	0	1	1	1	1	0.1	5
爱尔兰	0	0	1	0	1	1	0.1	4
以色列	0	0	1	0	1	1	0.1	3
肯尼亚	0	0	1	0	1	0	0.1	3
马来西亚	1	0	1	0	1	0	0.1	4
新西兰	0	1	1	0	1	0	0.05	4
尼日利亚	0	0	1	0	1	0	0.1	3
巴基斯坦	1	0	1	1	1	1	0.1	5
新加坡	1	0	1	0	1	1	0.1	4
南非	0	1	1	0	1	1	0.05	5
斯里兰卡	0	0	1	0	1	0	0.1	3
泰国	0	0	1	0	1	0	0.2	2
英国	0	1	1	0	1	1	0.1	5
美国	0	1	1	1	1	0	0.1	5
津巴布韦	0	0	1	0	1	0	0.05	3
英美法系	0.17	0.39	1	0.28	0.94	0.44	0.09	4
阿根廷	0	0	0	1	1	1	0.05	4
比利时	0	0	0	0	0	0	0.2	0
巴西	1	0	1	0	1	0	0.05	3
智利	1	0	1	1	1	1	0.1	5
哥伦比亚	0	0	1	1	0	1	0.25	3
厄瓜多尔	0	0	1	0	0	1	0.25	2

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库